Анализ запросов пользователей, ведущих поиск в интернете, позволяет выяснить, что больше всего волнует население того или иного региона земного шара. Самым популярным в мире объектом веб-поиска, по данным Google, является слово sex, однако периодически интерес населения Земли — или его отдельных групп — концентрируется на чем-нибудь другом, например на чемпионате мира по футболу. После сентябрьского заседания комитета ФРС средоточием страстей в группе «мировое финансовое сообщество» стала аббревиатура QE2.

Хроника объявленного QE

Елена ЗОТОВА,
независимый обозреватель

Заявление FOMC от 21 сентября о готовности к проведению нового количественного смягчения вызвало не только волатильность на рынках, но и беспрецедентно бурную реакцию в финансовых кругах. Ожидание ноябрьского заседания FOMC прошло в невиданных по активности обсуждениях нового этапа политики ФРС. Если рассматривать историю заседаний FOMC с 1994 года, когда комитет начал выпускать заявления по их итогам, то никогда еще о политике ФРС не говорили так много и горячо, как в промежутке между заседаниями от 21 сентября и 2–3 ноября. И никогда еще ФРС не подвергалась столь жесткой критике. Негативных оценок планов FOMC было гораздо больше, чем положительных комментариев по поводу QE2. Даже некоторые члены FOMC выразили сомнения в целесообразности нового монетарного смягчения. Группу «сомневающихся» составили Ричард Фишер, Чарльз Плоссер и Нарайана Кочерлакота. Президент ФРБ в Канзас-Сити Томас Хениг открыто выступил против заявленного курса ФРС и уподобил QE2 сделке с дьяволом.

Заявление FOMC от 21 сентября лишь кратко обрисовало намерения монетарных властей США. Развернутое обоснование QE2 прозвучало в протоколе сентябрьского заседания FOMC, который вышел 12 октября, и в речи председателя ФРС Бена Бернанке от 15 октября. Согласно протоколу, «многие участники заседания отметили, что если экономический рост будет оставаться слишком медленным, чтобы произвести удовлетворительный прогресс в понижении уровня безработицы, или если инфляция будет оставаться ниже уровней, сообразных с двуединым мандатом FOMC, то необходимо будет обеспечить дополнительное монетарное смягчение». «Несколько участников, — сказано далее в протоколе, — выступили с комментариями относительно важной роли инфляционных ожиданий для монетарной политики. Когда краткосрочные номинальные ставки ограничены нулевым пределом, снижение краткосрочных инфляционных ожиданий увеличивает реальные краткосрочные процентные ставки (то есть разницу между номинальными ставками и ожидаемой инфляцией), подавляя, тем самым, совокупный спрос. Наоборот, при таких условиях повышение инфляционных ожиданий понижает реальные краткосрочные ставки, стимулируя экономику». Далее участники сентябрьского заседания приняли решение указать в итоговом заявлении, что «комитет готов обеспечить дополнительное смягчение монетарной политики, если это будет необходимо, чтобы поддержать экономическое оживление и со временем вернуть инфляцию к уровням, сообразным с его мандатом». «Данное указание соответствовало ощущениям членов комитета, что такое смягчение может стать

необходимой мерой уже в скором времени», — поведал протокол.

Речь Бена Бернанке от 15 октября называлась «Цели и средства монетарной политики в условиях низкой инфляции». Как напомнил в своей речи Бернанке, установленный законом мандат ФРС предписывает, что целями ее монетарной политики является обеспечение максимальной занятости и ценовой стабильности в США. Далее глава ФРС указал, что, судя по долгосрочным экономическим прогнозам членов FOMC, сообразный с мандатом ФРС уровень инфляции находится вблизи 2% или немного ниже. Однако в последнее время, сказал Бернанке, показатели базовой инфляции близки к 1%. Таким образом, продолжил глава ФРС, инфляция является «слишком низкой» по сравнению с уровнем, сообразным с мандатом. В связи с этим Бернанке отметил, что реальные краткосрочные процентные ставки слишком высоки с учетом текущего состояния экономики, а «риск дефляции выше, чем хотелось бы». Что касается безработицы, то в долгосрочном периоде большинство членов FOMC видят ее уровень, сообразный с мандатом, в районе 5–5.25%. «Поскольку фактический уровень безработицы близок к 10%, очевидно, что безработица слишком высока», — констатировал Бернанке. «С учетом целей комитета, появляются основания для принятия дальнейших мер монетарной политики», — сделал вывод глава ФРС.

Признав тот факт, что номинальные ставки не могут быть опущены ниже нуля, Бернанке продолжил: «Дальнейшее монетарное смягчение, безусловно, возможно даже при нулевой базовой ставке, но нетрадиционные монетарные средства имеют свои издержки и ограничения, которые нужно принимать во внимание при рассмотрении вопроса о том, следует ли их использовать и насколько агрессивно. Например, средством обеспечения дополнительного монетарного стимула может быть увеличение объема долгосрочных ценных бумаг в портфеле ФРС. Эмпирические свидетельства предполагают, что наша предыдущая программа была успешна в деле понижения долгосрочных процентных ставок и, тем самым, оказания поддержки восстановлению экономической активности». Далее Бернанке обозначил «издержки» нетрадиционных монетарных средств: «Один из недостатков покупки активов по сравнению с традиционными мерами монетарной политики состоит в том, что мы обладаем гораздо меньшим опытом в оценке экономических эффектов этого инструмента, что создает трудности при определении надлежащих объемов и темпов покупки, а также при донесении смысла наших действий до публики... Еще одну озабоченность, связанную с дополнительной покупкой ценных бумаг, вызывает то обстоятельство, что существенное дальнейшее увеличение нашего баланса может ослабить веру общества в способность ФРС осуществить плавный выход из мягкой монетарной политики в должное время. Даже если оно необоснованно, такое ослабление доверия может привести к нежелательному росту инфляционных ожиданий». В связи с этим Бернанке напомнил, что ФРС разработала набор инструментов, с помощью которых, заверил он, FOMC сможет ужесточить монетарные условия, когда это станет необходимо, даже если баланс ФРС будет на тот момент значительно больше нормы. В заключительной части выступления Бернанке сказал: «Очевидно, что имеется немало трудностей в деле донесения до общества и реализации монетарной политики в условиях низкой инфляции». В том числе, отметил глава ФРС, имеется «неопределенность, связанная с использованием нетрадиционных монетарных средств». «Несмотря на эти трудности, — продолжил Бернанке — ФРС остается приверженной проведению политики, которая преследует нашу двуединую цель максимальной занятости и ценовой стабильности».

В октябре экономисты Уолл-стрит были заняты расчетами возможных параметров программы QE2, не сомневаясь, что FOMC объявит о начале ее реализации в коммюнике от 3 ноября. В конце октября агентство Reuters провело опрос среди экономистов финансовых компаний, составляющих группу первичных дилеров по казначейским облигациям США. Прогнозы респондентов предполагали, что в рамках программы QE2 ФРС будет покупать казначейские бумаги на $80–100 млрд в месяц. В прогнозах о том, каким будет объем покупки за весь период реализации QE2, обнаружилось большое расхождение. Оценки совокупного объема покупки оказались в диапазоне от $250 млрд до $2 трлн. Цифру в $2 трлн назвал главный экономист по США в Goldman Sachs Ян Хатциус.

Пока на Уолл-стрит предвкушали поступление новой ликвидности, за рубежами Америки волновались из-за ослабления доллара, который резко упал после сентябрьского заявления FOMC. В частности, политика ФРС обсуждалась на встрече финансистов G-20, состоявшейся 22–23 октября в Южной Корее. Как сообщил журналистам министр экономики Германии Райнер Брюдерле, стратегия Бернанке, которую тот представил на встрече G-20, вызвала критические замечания. Представители развивающихся стран высказали опасения, что QE2 подхлестнет рост цен на сырьевые товары и приведет к усилению инфляции в их экономиках. Свое собственное мнение о политике ФРС Брюдерле сформулировал так: «Избыточное, постоянное увеличение объема денег является, на мой взгляд, непрямой манипуляцией валютным курсом». Однако глава ЕЦБ Жан-Клод Трише заявил, что при обсуждении политики ФРС на встрече G-20 были высказаны разные суждения, включая мысль о том, что борьба с дефляцией способствует укреплению мировой экономики. Тем не менее, в коммюнике G-20 был внесен пункт с завуалированным, но ясным призывом к США вести себя ответственно на международной валютной арене: «Страны с развитой экономикой, включая таковые с резервными валютами, будут непримиримы в отношении чрезмерной волатильности и резких движений валютных курсов».

Между тем, борьба с дефляцией в той манере, которая сложилась у ФРС, подверглась жесткой критике со стороны известного экономиста Стивена Роуча. В настоящее время Роуч занимает пост председателя совета директоров Morgan Stanley Asia без исполнительных функций. В статье, написанной в середине октября, Роуч проанализировал безуспешные попытки Японии преодолеть экономический застой, наступивший после кризиса, который последовал за разрывом рыночных пузырей в

этой стране в 1990 году. По мнению Роуча, Америка не извлекла уроков из японского опыта. ФРС не только допустила создание пузырей в США в последнее десятилетие с лишним, но и способствовала их раздутию, поддерживая из-за опасений дефляции низкие процентные ставки в течение длительного времени. К настоящему времени, указал Роуч, традиционные средства монетарной политики исчерпаны, а нетрадиционные средства (QE) сомнительны и подобны наркотику, от которого трудно отказаться. Согласно выводам Роуча, мандат центральных банков, включая ФРС, должен включать цель поддержания финансовой стабильности. Тогда центральные банки смогут принимать превентивные меры в борьбе с пузырями на рынках активов и кредита.

Упомянутый выше Томас Хениг на каждом из заседаний FOMC в 2010 году пытался убедить коллег, что длительная приверженность сверхмягкой монетарной политике на этапе послекризисного восстановления экономического роста несет в себе риски зарождения новых пузырей и подрыва финансовой стабильности в перспективе. 12 октября Хениг выступил на конференции в своем округе с речью, посвященной мандату ФРС и QE2. Хениг подчеркнул, что мандат ФРС предусматривает достижение целей монетарной политики в долгосрочном периоде, тогда как QE2 преследует «смутные краткосрочные цели». В отличие от программы QE, которая осуществлялась в условиях острого кризиса и способствовала его преодолению, QE2, инициированная в более спокойные времена, будет менее эффективной в смысле понижения процентных ставок. Зато вливание новой крупной порции ликвидности может привести к чрезмерному росту инфляционных ожиданий — сверх того, что желает ФРС. Как отметил Хениг, ранее ФРС не отличалась способностью своевременно выходить из политики смягчения. Если инфляционные ожидания усилятся сверх меры, за этим последует скачок долгосрочных процентных ставок, предостерег Хениг.

Наличие рисков, связанных с возможным «перегибом» в инфляционных ожиданиях, потребует от ФРС большой ловкости. Ей придется балансировать между стремлением поднять инфляцию с пониженных уровней и упором на подавление процентных ставок. Вспоминая опыт QE, в преддверии ноябрьского заседания FOMC банковские аналитики в основном говорили о том, что QE2 приведет к понижению доходности казначейских обязательств на то или иное количество базисных пунктов. Однако группа аналитиков Citigroup во главе с Томом Фитцпатриком выступила с прогнозом, согласно которому доходность десятилетних казначейских нот может вырасти до 3.2% к концу текущего года и подняться намного выше в 2011 году. Аналитики Citigroup пояснили, что QE2 усилит ожидания относительно ускорения инфляции.

Доходность десятилетних UST находилась на уровне 2.7% накануне заседания FOMC от 21 сентября. Сразу после сентябрьского заседания этот показатель упал до 2.5%. В начале октября доходность десятилеток приблизилась к 2.3%, но затем пошла вверх и завершила октябрь на уровне 2.6%.

VIII РОССИЙСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС-2010

9–10 декабря, Санкт-Петербург

Организатор: Cbonds congress

Генеральный партнер: ММВБ MICEX

Генеральные спонсоры: VTB Capital, Промсвязьбанк, ТрансКредитБанк

Официальные партнеры: ГАЗПРОМБАНК, УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ, 150 STANDARD & POOR'S

Спонсор иала-ужина: URSA Capital

Спонсоры: ЛИНИЯ ПРАВА, Raiffeisen BANK, VEGAS LEX, Открытие банк, Банк Петрокоммерц

Спонсор вечера в Paulaner: ЛОКО ИНВЕСТ

При участии: БАНК ГЛОБЭКС, УРАЛСИБ | ЛИЗИНГОВАЯ КОМПАНИЯ, БФА ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Спонсор Bond Party: RTS БИРЖА, TRUST НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК ТРАСТ, Связь Банк, Тинькофф. Кредитные Системы, РЕГИОН

Подробности на сайте: www.cbonds-congress.com